

法政大学学術機関リポジトリ  
HOSEI UNIVERSITY REPOSITORY

## 企業集団の事業構造と連結財務諸表の有用性

著者	中野 貴之
出版者	法政大学キャリアデザイン学部
雑誌名	法政大学キャリアデザイン学部紀要
巻	5
ページ	351-373
発行年	2008-03
URL	<a href="http://hdl.handle.net/10114/6474">http://hdl.handle.net/10114/6474</a>

# 企業集団の事業構造と連結財務諸表の有用性

法政大学キャリアデザイン学部准教授 中 野 貴 之

## 1 本研究の目的

本研究の目的は、専門企業と多角化企業の連結財務諸表を比較し、専門企業に比して、多角化企業ほど連結財務諸表の有用性が低く、その分、セグメント情報等の補足的情報が提供されない限り、投資家をはじめとする市場関係者は当該多角化企業に関し正確な意思決定を下すことは難しいということを、公表財務データに基づいて、実証することである。

現在、日本の企業情報開示制度は連結財務情報中心であり、投資家は主に連結財務諸表に基づいて投資意思決定を下しているといわれる。近年の実証研究によってこの点は裏づけられており、とくに近年に至るほど、株価は、個別財務諸表ではなく、連結財務諸表の数値との関連性が高いことが明らかになっている。すなわち、今日の証券市場は、主に連結財務諸表の数値に基づいて価格形成されており、その限りでは連結財務諸表は投資家に対して有用な情報を提供していると見做すことができるのである。

以上の理解を踏まえ、本研究では、もう一歩踏み込んだ視点から、連結財務諸表の有用性の検証を行ってみたい。

日本の企業集団には、事業構造が比較的単純な専門企業が存在する一方、事業構造が複雑多岐に渡る多角化企業も存在している。連結財務諸表の有用性は、これら事業構造上の特質に応じて異なっていると考える。たとえば、事業構造が単純な専門企業の場合、連結財務諸表の内容は理解しやすい。それに対して、事業構造が複雑多岐に渡るほど、企業集団の実態を把握することは難しく、その分、連結財務諸表の有用性も低くなると推測する。

以上の視点に基づいて、本研究では、連結財務諸表作成企業を、①専業企業、②関連多角化企業および③非関連多角化企業に識別し、各形態に応じて、連結財務諸表の有用性が異なるのかどうかを検証していく。

本研究の結果は、①専業企業、②関連多角化企業および③非関連多角化企業の順に、連結財務諸表の有用性は概ね低くなっていくというものである。すなわち、本研究の成果は、事業構造が複雑多岐に渡る多角化企業ほど、投資家は連結財務諸表を通じて企業集団の実態を把握することは難しく、このような企業集団が自社の経営状況を正確に伝えるには、セグメント情報やその他自発的開示情報を積極的に提供していく必要性が高いことを証拠付けたことである。また、自社の実態を正確に伝えにくいということは、③非関連多角化企業ほど、いわゆるコングロマリット・ディスカウントあるいは多角化ディスカウントと称される状況に陥りやすいことも示唆している。

本研究の構成は次のとおりである。まず、本研究に関連する先行研究を確認した上で、仮説の構築を図るとともに、リサーチデザインを示していく。続いて、分析結果を示した後、本研究の知見およびインプリケーション等について述べていくこととしたい。

## 2 先行研究

本研究は、企業集団の事業構造上の特質に応じて、連結財務諸表の有用性が異なるのかどうかを検証することを目的としているが、ここでは、本研究課題に関連する、主な実証研究を概観しておく。

まず、検証の基礎として、連結財務諸表の有用性をどのように測るかが問題となるが、先行研究は基本的に価値関連性 (value relevance) を基礎に置いている。価値関連性とは、一般的に、会計数値と企業の市場評価との間に有意な関連性があることを意味し (Barth et al, 2001, p.79)、たとえば、連結純利益と株価との間に有意な関連性を見出したとき、株価は連結純利益に基づいて形成されていると見做し、連結純利益の情報有用性を認めるという考え方である<sup>(1)</sup>。

かかる視点に基づいて、これまでに明らかにされてきたことは、まず、とくに近年に至るほど、株価は、個別財務諸表ではなく、連結財務諸表の数値との関連性が高いということである。この点は、井上 (1998)、石川 (2000)、山地

(2000)、山形・國村(2003)、矢内(2006)および向(2006)等の研究によって確認されており、日本の連結財務諸表の有用性に関して、最も多くの証拠が蓄積されている論点といえる。

これらの研究の特徴は、Ohlson(1995)の企業評価モデルを理論的基礎とする回帰モデルに基づいて、個別財務諸表および連結財務諸表双方の価値関連性を推計し、両者の比較を行っていることである。各研究が依拠する実際の回帰モデルは、利益変数および規模の調整方法等が異なっているものの、ほぼ共通しているのは、1990年代後半以降、連結財務諸表に基づく推計式の自由度調整済決定係数( $\text{Adj.R}^2$ :以下、単に決定係数という)が、個別財務諸表のそれを上回っているという結果を得ていることである。このことは、株価水準あるいは株価変動は、個別財務諸表の数値以上に連結財務諸表の数値との関連性が高いということ、換言すれば、日本の証券市場は、個別財務諸表ではなく、主に連結財務諸表の数値に基づいて価格形成されていることを証拠付けているのである。

たしかに、これらの研究を通じて、日本市場は、海外主要市場と同様、連結財務諸表ベースに価格形成されており、日本の連結財務情報中心の開示制度が有効に機能していることを明らかにできた意義は大きいといえる。しかしながら、いま一步踏み込んでみると、投資家による財務情報の利用メカニズムは、個別財務諸表と連結財務諸表のどちらを重視しているかという問題に留まらず、むしろ、財務諸表本体と、必要に応じて他の情報群とを総合的に収集・分析して、投資意思決定を下していると見るのが妥当な見方である。

この点、連結企業集団に関しては、連結財務諸表に加え、セグメント情報が開示されている。連結財務諸表は企業集団全体の集約情報であるのに対して、セグメント情報は当該集約情報を事業種類別または地域別に分けた分割情報として位置づけられる。財務諸表利用者のうち、とくに機関投資家およびアナリスト等の専門の利用者は、集約情報としての連結財務諸表と、当該分割情報としてのセグメント情報双方を重視して分析していることが広く知られている。

ここで、日本のセグメント情報の有用性に目を転じてみると、多くの研究が蓄積されているわけではないが、大日方(2005)、浅野・石井(2005)および浅野(2006)を通じて、限定的ながら、その有用性が確認されている。まず、

大日方（2005）は、鉄道業の主たる事業セグメントが価値関連的であることを特定し、鉄道業のセグメント情報が投資意思決定に有用であることを確認している。また、浅野・石井（2005）および浅野（2006）は、事業セグメント数が多い企業ほどアナリストおよび投資家の利益予測の精度が落ち、多角化が進展している企業ほど分析が難しいということと、セグメント情報の開示は、開示しない場合よりも、投資家による利益予測の精度を高めることを明らかにしている。

これらの研究は、企業集団に関する財務情報のうち、セグメント情報に焦点を当てたものであるが、上述のように、投資家による企業集団の分析は、とくに専門的財務諸表利用者であるほど、集約情報としての連結財務諸表と、当該分割情報としてのセグメント情報を総合的・複合的に利用しているとするのが妥当である。この点に踏み込んだ研究として、薄井（2007）がある。薄井（2007）は、前述の連結財務諸表の価値関連性の検証に頻繁に用いられているモデル、すなわちOhlson（1995）を理論的基礎とする回帰モデルを展開し、投資家が、連結純資産および連結純利益等の集約情報のみならず、各種セグメント情報の内容を勘案して、投資意思決定を行っていることを示唆する証拠を提示している<sup>(2)</sup>。

以上の先行研究の成果を踏まえると、投資家が、企業集団全体の総額情報としての連結財務諸表と、当該分割情報としてのセグメント情報を総合的・複合的に利用し、かつ、両情報に一定の有用性を見出していることはわかる。ただし、上述のとおり、機関投資家やアナリスト等の専門的財務諸表利用者が、連結財務諸表とセグメント情報双方を重視していることが広く知られている以上、かかる知見は至極当然のことであるといえる。

ここでむしろ検証の必要があるのは、投資家が、どのようなメカニズムに従い、集約情報としての連結財務諸表と、当該分割情報としてのセグメント情報等とを総合的・複合的に利用しているかという点である。たとえば、日本の企業集団において、連結財務諸表の有用性が高い企業群と低い企業群があるとすれば、投資家は、当然、後者の企業群に関して、より追加的に情報の収集・分析を行わなければならないが、また企業側の立場からみても、後者の企業群が自社の経営状況を的確に伝えるためには追加的情報を自ら積極的に開示していく必

要がある。

本研究では、この点を少しでも明らかにすべく、以上の先行研究とは異なる視点に基づき連結財務諸表の有用性の検証を行っている。

### 3 仮説の構築

#### 3-1 連結財務諸表の価値関連性

本研究において、検証すべき仮説の構築を行っていく。

本研究の主たる関心は、企業集団の事業構造上の特質に応じて、連結財務諸表の有用性が異なるのかどうかという点にあるが、連結財務諸表の有用性に関しては、先行研究に従い、価値関連性、すなわち連結財務諸表の数値と株価の関連性を念頭に置いて考察していく。

ここに2つの企業集団モデルを想定する。1つは、単一の事業分野の商製品・サービス群しか有しておらず、特定の業界（産業）のみに参入し、当該業界において一定の競争上の地位を築いている企業集団である。もう1つは、2以上の事業分野の製品・サービス群を有し、2以上の業界に参入し、各業界において一定の競争上の地位を築いている企業集団である。ここで、前者を「専業企業」、一方、後者を「多角化企業」と称すことにする。

まず、専業企業に関しては、単一の事業分野の商製品・サービス群しか有していないことから、企業集団全体の利益率および成長率は、当該事業分野のみの要因に基づいて決まってくるといえる。すなわち、所属業界における正常利益率および成長率、ならびに、当該業界における競争上の地位等の要因によって、自社全体、すなわち企業集団全体の利益率および成長率が決まってくるということである。

一方、多角化企業に関しては、2以上の事業分野の商製品・サービス群を有していることから、利益率および成長率の異なる2以上の事業部門を擁し、それらの合算値が企業集団全体の利益率および成長率になる。これは、企業集団内部に、事業分野あるいは事業部門と同数の「専業企業」を擁するのと類似した構造であり、仮に、5つの事業部門を擁しているとすれば、当該多角化企業は内部に5つの「専業企業」を擁しているのと同じ構造であるといえる。

ここで、これらの連結財務諸表の情報内容を比較すると、以下の相違点を見

出すことができる。

まず、專業企業は、単一の事業分野の商製品・サービス群しか有していないため、連結財務諸表の数値に基づいて算定される利益率・成長率と、事業そのものの利益率・成長率とが本質的に一致している。このことは、連結財務諸表の数値が系統的に關係付けられることを意味する。たとえば、連結純利益は、連結財務諸表の数値に基づいて算定される全社的利益率・成長率と、企業集団全体の販売量との線形關係によって決まる構造にある。したがって專業企業に関しては、内部の事業構造に精通しない投資家であっても、全社販売量が所与の状態にあれば、連結財務諸表の数値に基づいて、次期以降の連結純利益を比較的正確に予測することができると考える。

一方、多角化企業は、2以上の事業分野の商製品・サービス群を有しているため、連結財務諸表の数値に基づいて算定される利益率・成長率は、その背後にある2以上の事業部門の利益率・成長率の合算値である。このことは、專業企業とは異なり、連結財務諸表の数値が系統的に關係付けられないことを意味する。たとえば、連結純利益は利益率・成長率を異にする各事業部門利益の合算値であることから、連結財務諸表数値に基づく全社利益率・成長率と連結純利益は非線形關係となる<sup>(3)</sup>。したがって多角化企業に関しては、連結財務諸表の数値のみに基づいて次期以降の連結純利益の予測を行う場合、その精度は、專業企業の場合に比して相対的に劣ることになると考える。

以上を踏まえると、專業企業の場合には、連結財務諸表の数値に基づいて、その背後にある事業構造そのものを理解できるのに対して、多角化企業の場合には、数値の背後に複数の事業分野が横たわっているために、連結財務諸表の数値のみでは事業そのものの構造を十分に理解するのが難しいということである。この点は、連結財務諸表の価値関連性、換言すれば連結財務諸表の数値と株価形成の関連性に影響を及ぼす要因である。すなわち、連結財務諸表の数値とその背後にある事業そのものの構造は、專業企業の方が線形的に關係付けられるため、多角化企業の場合に比べて、連結財務諸表の数値が株価に線形的に反映すると推測する。

以上の理由に基づき、專業企業に比して、多角化企業の連結財務諸表の価値関連性は劣ると考える。

これまでの考察では、企業集団の事業構造を、専業企業と多角化企業の二項対立によって捉えてきたが、多角化の方法としては、関連事業分野へ多角化を図っているケースもあれば、本業の産業構造が衰退期に入っている場合などは、逆に、非関連事業分野へ多角化を図っているケースもある。これら2つの多角化戦略をとる企業のことを、一般に、関連多角化企業および非関連多角化企業と呼ぶ。

関連多角化企業と非関連多角化企業を比較すると、非関連多角化企業は、企業集団傘下に、全く異質な事業分野を配置しているため、各事業分野の利益率および成長率のバラツキは大きく、その分、連結財務諸表の数値と各事業構造そのものとは、関連多角化企業の場合に比して、さらに線形的に関係付けることが難しい。このように多角化企業を、関連多角化企業と非関連多角化企業に二分すると、関連多角化企業に比して、非関連多角化企業の方が、同じ多角化企業であっても、価値関連性は劣っていると考える。

以上の考察に基づき、本研究は第1に次の仮説を設定する。なお本研究では、検証すべき仮説群を、対立仮説の形式で記述している。

**仮説 1.1:** 多角化企業は、専業企業に比べ、連結財務諸表の価値関連性が低い。

**仮説 1.2:** 非関連多角化企業は、関連多角化企業に比べ、連結財務諸表の価値関連性が低い。

### 3-2 連結財務諸表項目の持続性

これまでの考察を通じて、専業企業は、連結財務諸表の数値が系統的に関係付けられるのに対して、多角化企業に関しては、関連多角化企業および非関連多角化企業という順序に従い、系統的に関係付けられる程度が低くなるという見方をもってきた。

このことは、専業企業ほど、連結売上高等の連結財務諸表項目を用いれば、次期以降の連結純利益を正確に予測でき、多角化企業に関しては、関連多角化企業および非関連多角化企業の順序に従い、その可能性が劣るということを意味する。この点は、今期の連結財務諸表項目と、次期以降の項目との持続性の問題として位置づけることができる。

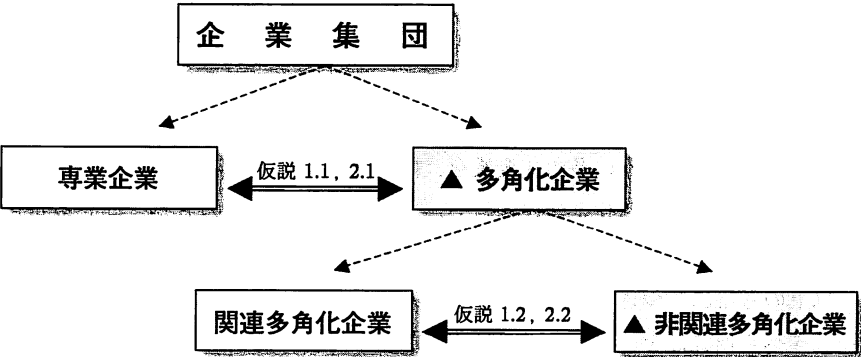


以上の点を踏まえ、本研究では第2に次の仮説を設定する。

仮説 2.1: 多角化企業は、専業企業に比べ、連結財務諸表項目の持続性が低い。

仮説 2.2: 非関連多角化企業は、関連多角化企業に比べ、連結財務諸表項目の持続性が低い。

図表 1 検証仮説（対立仮説）



専業 vs. 多角化
仮説 1.1: 多角化企業は、専業企業に比べ、連結財務諸表の価値関連性が低い。
仮説 2.1: 多角化企業は、専業企業に比べ、連結財務諸表項目の持続性が低い。
関連多角化 vs. 非関連多角化
仮説 1.2: 非関連多角化企業は、関連多角化企業に比べ、連結財務諸表の価値関連性が低い。
仮説 2.2: 非関連多角化企業は、関連多角化企業に比べ、連結財務諸表項目の持続性が低い。

▲: 価値関連性および持続性が低い

4 リサーチデザイン

4-1 分析モデル

上記仮説は連結財務諸表の価値関連性および持続性を検証することから、本研究では、(1) 価値関連性モデルと (2) 持続性モデルの2つのモデルを用いて、分析を行っていく。

### (1) 価値関連性モデル

仮説1は、専業企業と多角化企業、ならびに、関連多角化企業と非関連多角化企業の価値関連性に差異があるかどうかを検証するものである。

検証モデルは、前述の先行研究に従い、Ohlson (1995) を理論的基礎とする回帰モデルを用いることとする。実際の回帰モデルとしては、実績利益額あるいは予想利益額を用いるなどの相違点があるが、本研究では、連結財務諸表の数値の価値関連性に関心があるため、実績利益額を用いた次のモデルを採用する。

$$MV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it} + \alpha_2 X_{it} + \alpha_3 X_{it} \times L1_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

ただし、

$MV_{it}$  :  $i$ 社の $t$ 期決算日3ヶ月後時価総額

$BV_{it}$  :  $i$ 社の $t$ 期決算日現在の連結純資産簿価

$X_{it}$  :  $i$ 社の $t$ 決算期の連結純利益

$L1_{it}$  :  $X_{it} < 0$ の場合に1、それ以外の場合は0

規模の影響を緩和するため、各変数は前期末総資産額 ( $Asset_{it-1}$ ) によってデフレートする。また、Collins et al. (1999) 等によって、株価は、黒字額と赤字額で異なる反応を示すことが知られているため、赤字企業のコントロールを目的とするダミー変数を加えている。

仮説1では、連結財務諸表の数値と株価の関連性が、専業企業と多角化企業、ならびに、関連多角化企業と非関連多角化企業というサンプル間で異なるのかどうかを検証することが目的である。本研究では、先行研究と同様に、各サンプル別に各年クロスセクションで回帰を行い、各推計式の決定係数を比較する。すなわち、検証仮説どおり、専業企業に比べ多角化企業の方が低いかどうか、および、関連多角化企業に比べ非関連多角化企業の方が低いかどうかを観察する。

### (2) 持続性モデル

仮説2は、現在の連結財務諸表の項目と、将来の連結純利益との間に持続的な関係があるかどうかを検証するものである。本研究では、当期の連結財務諸

表項目と、次期の連結純利益との持続性を検証することとし、いわゆるデュポンモデル (DuPont Model) に基づいて、 $t$  期の連結純利益を、 $t-1$  期の連結財務諸表の諸項目で説明する基本モデルを設定する<sup>(4)</sup>。

$$\frac{X_{it}}{BV_{it-1}} = \frac{X_{it-1}}{Sales_{it-1}} \times \frac{Sales_{it-1}}{Asset_{it-2}} \times \frac{Asset_{it-2}}{BV_{it-2}} \quad (2)$$

ただし、

$Sales_{it}$  :  $i$  社の  $t$  決算期の連結売上高

$Asset_{it}$  :  $i$  社の  $t$  期決算日現在の連結総資産

ここで、(2)式は線形回帰を行うことができないため、両辺の変数を対数変換し、次のように線形回帰式に変換する。

$$\text{Log} \frac{X_{it}}{BV_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \text{Log} \frac{X_{it-1}}{Sales_{it-1}} + \beta_2 \text{Log} \frac{Sales_{it-1}}{Asset_{it-2}} + \beta_3 \text{Log} \frac{Asset_{it-2}}{BV_{it-2}} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

仮説 2 では、連結財務諸表項目の持続性が、専業企業と多角化企業、ならびに、関連多角化企業と非関連多角化企業というサンプル間で異なるのかどうかを検証することが目的である。上記仮説 1 の検証と同様に、(3)式の推計を各サンプル別にクロスセクションで行い、各推計式の決定係数を観察する。

## 4-2 サンプルの選択

### (1) 基本サンプル

本研究のサンプルは、次の条件を満たす企業群を出発点とする。

- ① 2000年～2006年の間に、東京、大阪および名古屋証券取引所第1部または第2部のいずれかに上場し、かつ、連結財務諸表を作成する3月決算企業（銀行、証券および保険業を除く）であること
- ② 連結総資産額、連結純資産簿価（以上、前期および前々期）等の連結財務データ、連結セグメントデータおよび株価等、分析に必要なデータが、日経NEEDS-Financial Quest（以下、日経NEEDS-FQ）を通じて入手可能で

あること

- ③ 前期および当期とも12ヶ月決算であること
- ④ 当期、合併・分割を行っていないこと

これらの条件のうち、期間を2000年以降としている主な理由は、後述のとおり、多角化の識別に日本標準産業分類コードを用いるが、日経NEEDS-FQのセグメントデータに収録されはじめたのが1999年以降のためである。ただし、現在の市場の状況を分析するには、連結会計制度改革が実施された、2000年以降を対象とすれば十分であると考ええる。

これらの条件を満たす企業群のうち、まず、仮説1の価値関連性モデルの基本サンプルは、外れ値に対処するため、(1)式のダミー変数を除く回帰変数の各上位および下位0.5%のサンプルと債務超過企業を削除した結果、基本サンプル数として10,305企業および年度を選択した。

一方、仮説2の持続性モデルのサンプルに関しては、(2)式から(3)式に対数変換を行う過程で負の変数を含むサンプルを削除した後、(3)式の全回帰変数の各上位および下位0.5%のサンプルを削除した結果、基本サンプル数として6,537企業および年度を選択した。

図表2～5には、価値関連性モデルおよび持続性モデルの基本サンプルの基本統計量および回帰変数間の相関を示している。図表3および図表5をみると、説明変数間において、多重共線性を懸念するほど、高い相関を示しているものはない。

図表2 基本統計量: 価値関連性モデル

N=10,305					
	平均値	標準偏差	Q1	中位数	Q3
$MV_{it}$	0.545	0.556	0.229	0.384	0.654
$BV_{it}$	0.428	0.215	0.262	0.409	0.577
$X_{it}$	0.016	0.037	0.004	0.016	0.034

図表 3 回帰変数間の相関: 価値関連性モデル

	MV <sub>it</sub>	Bv <sub>it</sub>	X <sub>it</sub>
MV <sub>it</sub>	1		
Bv <sub>it</sub>	0.512 **	1	
X <sub>it</sub>	0.489 **	0.426 **	1

\*\*p<0. 01

図表 4 基本統計量: 持続性モデル

N=6,537					
	平均値	標準偏差	Q1	中位数	Q3
Log $\frac{X_{it}}{BV_{it-1}}$	-2.880	0.866	-3.356	-2.795	-2.306
Log $\frac{X_{it-1}}{Sales_{it-1}}$	-3.893	1.015	-4.479	-3.816	-3.196
Log $\frac{Sales_{it-1}}{Asset_{it-2}}$	-0.051	0.488	-0.322	-0.050	0.244
Log $\frac{Asset_{it-2}}{BV_{it-2}}$	0.986	0.607	0.540	0.867	1.285

図表 5 回帰変数間の相関: 持続性モデル

	Log $\frac{X_{it}}{BV_{it-1}}$	Log $\frac{X_{it-1}}{Sales_{it-1}}$	Log $\frac{Sales_{it-1}}{Asset_{it-2}}$	Log $\frac{Asset_{it-2}}{BV_{it-2}}$
Log $\frac{X_{it}}{BV_{it-1}}$	1			
Log $\frac{X_{it-1}}{Sales_{it-1}}$	0.3712 **	1		
Log $\frac{Sales_{it-1}}{Asset_{it-2}}$	0.1662 **	-0.290 **	1	
Log $\frac{Asset_{it-2}}{BV_{it-2}}$	0.1939 **	-0.420 **	0.087 **	1

\*\*p<0.01

## (2) サブサンプル

仮説1および仮説2の検証では、各基本サンプルを、専業企業と多角化企業、および関連多角化企業と非関連多角化企業に分けた分析を行うため、次にこれらの分類手続を説明する。

多角化企業の分類方法に関しては、多様な方法が開発されてきており、財務情報以外の要因を含めて識別する方法もあるが、本研究では、大量のサンプルを扱うことから、日経NEEDS-FQの連結財務情報およびセグメント情報（確報）を用いて、以下の手続に従い識別する。

### ① ステップ1: 専業企業と多角化企業の識別（特化率95%以上）

基本サンプル企業のうち、次の(a)または(b)のいずれかを満たす場合には専業企業とし、それ以外の企業を多角化企業とする。

- (a) 事業別セグメント数が1である（事業別セグメント情報が開示されていない）。
- (b) 連結売上高に対する事業別売上高の割合が、95%以上のセグメントがある。

### ② ステップ2: 関連多角化企業の識別（関連比率80%以上）

①以外の企業のうち、関連比率が80%以上の場合には関連多角化企業とする。関連比率は次の通り算定する。

- (a) 各事業別売上高を、日本標準産業分類<sup>(5)</sup>の2桁分類（中分類）ごとに集計する（各産業別売上高への集計）。
- (b) 連結売上高に占める、(a)の割合をそれぞれ算定する（関連比率算定）。

### ③ ステップ3: 非関連多角化企業の識別（関連比率80%未満）

上記①および②以外を、非関連多角化企業とする。

価値関連性モデル（仮説1）および持続性モデル（仮説2）の各基本サンプルに、当該手続を適用し、それぞれ、専業企業と多角化企業、および関連多角化企業と非関連多角化企業のサブサンプルを選択した。

図表6には、価値関連性モデルのサブサンプルの特徴を示す指標の統計量を示している。基本サンプルのうち、専業企業が38.4%、関連多角化企業が29.3%および非関連多角化企業が32.2%であり、専業企業と多角化企業に分けると、多角化企業は61.5%を占めている。

また、総資産額および時価総額は、専業企業、関連多角化企業および非関連多角化企業の順で高く、非関連多角化企業ほど、大規模企業であることがわかる。

セグメント数に関しては、関連多角化企業も非関連多角化企業もほとんど変わらない。ただし、事業セグメントの区分は、企業の開示姿勢による部分が大きいので、基本サンプルのすべてに関して正確な分類ができていないということはない。

図表 6 サブサンプル企業の特徴: 価値関連性モデル

	専業企業	関連多角化企業	非関連多角化企業
サンプル数 (%)	3,965 (38.4%)	3,022 (29.3%)	3,318 (32.2%)
総資産額 (中位数, 百万円)	48,850	67,289	84,006
時価総額 (中位数, 百万円)	19,383	24,925	29,064
事業セグメント数 (中位数)	1	3	4

## 5 分析結果

仮説 1 の分析結果は図表 7 のとおりである。すべての係数の推計値が 1 %水準でゼロと有意に異なっている。

仮説 1.1 は「多角化企業は、専業企業に比べ、連結財務諸表の価値関連性が低い」であり、パネル A が結果である。決定係数をみると、2000年～2006年までの全 7 年間に、専業企業の推計式が上回っており、全年度の推計値の平均で見ても専業企業の方が 15% 程度上回っている。これらの結果は事前に予想したとおりであり、仮説 1.1 は強く支持されたといえる。

仮説 1.2 は、「非関連多角化企業は、関連多角化企業に比べ、連結財務諸表の価値関連性が低い」であり、上記の多角化企業を、関連多角化企業と非関連多角化企業に分けて、それらの価値関連性の相違を検証しようとするものである。パネル B の決定係数を見ると、2005年と2006年は非関連多角化企業が上

回っているが、それ以外の期間に関しては、関連多角化企業が上回っている。全年度の平均値で見ても、関連多角化企業が上回っている。以上の結果に基づき、**仮説 1.2** は強く支持されたとはいえないものの、概ね支持されている。

次に、**仮説 2** の分析結果は図表 8 のとおりである。**仮説 1** と同様すべての係数の推計値が 1%水準でゼロと有意に異なっている。

**仮説 2.1** は、「多角化企業は、専業企業に比べ、連結財務諸表項目の持続性が低い」であり、パネル A が結果である。決定係数をみると、2000年～2006年までの全 7 年間に、専業企業の推計式が上回っており、全年度の推計値の平均で見ても専業企業の方が 6.5%上回っている。これらの結果は事前に予想したとおりであり、**仮説 2.1** は強く支持されたといえる。

**仮説 2.2** は、「非関連多角化企業は、多角化企業に比べ、連結財務諸表項目の持続性が低い」である。パネル B の決定係数をみると、**仮説 1.2** と同様に、2005年と2006年に関しては非関連多角化企業の方が上回っているものの、それ以外の期間に関しては、関連多角化企業が大きく上回っており、全年度の推計値の平均も、関連多角化企業が上回っている。以上の結果に基づき、**仮説 2.2** は概ね支持されている。

図表 7 (1) 式の推計結果: 価値関連性モデル

$$MV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 BV_{it} + \alpha_2 X_{it} + \alpha_3 X_{it} \times L1_{it} + \varepsilon_{it}$$

パネル A: 専業 vs. 多角化

専 業						多角化				
year	n	$\alpha_1$	$\alpha_2$	$\alpha_3$	Adj.R <sup>2</sup>	n	$\alpha_1$	$\alpha_2$	$\alpha_3$	Adj.R <sup>2</sup>
2000	473	0.762	27.434	-32.848	0.540	772	0.812	18.380	-20.539	0.352
		3.980	8.350	-7.770			6.230	13.210	-9.690	
		0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000	
2001	540	0.527	14.461	-16.082	0.571	875	0.707	14.032	-18.341	0.431
		5.090	8.640	-7.910			8.600	16.390	-14.310	
		0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000	
2002	561	0.700	12.068	-14.007	0.482	896	0.591	10.426	-11.674	0.448
		7.530	7.880	-7.550			11.090	16.570	-13.860	
		0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000	
2003	569	0.688	7.779	-9.831	0.476	921	0.525	8.669	-10.072	0.427
		9.990	7.830	-7.830			11.640	16.360	-14.610	
		0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000	



366

2004	587	0.727	11.660	-15.062	0.587	943	0.577	11.444	-15.615	0.512
		9.410	11.030	-9.810			10.970	21.760	-16.410	
		0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000	
2005	610	0.765	8.280	-10.741	0.581	962	0.727	8.942	-12.826	0.457
		10.560	8.520	-7.240			11.890	18.830	-13.750	
		0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000	
2006	625	0.680	10.824	-13.342	0.601	971	0.614	10.972	-13.743	0.525
		8.970	12.770	-10.430			10.260	23.260	-16.310	
		0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000	
Average	3,965	0.693	13.215	-15.987	0.548	6,340	0.650	11.838	-14.687	0.450
		9.304	2.139	-2.225			6.967	3.772	-4.260	
		0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000	

## パネルB：関連多角化 vs.非関連多角化

year	n	関連多角化				n	非関連多角化			
		$\alpha_1$	$\alpha_2$	$\alpha_3$	Adj.R <sup>2</sup>		$\alpha_1$	$\alpha_2$	$\alpha_3$	Adj.R <sup>2</sup>
2000	372	1.131	19.025	-22.955	0.366	400	0.542	17.736	-18.664	0.337
		5.470	4.990	-4.920			3.370	5.170	-4.470	
		0.000	0.000	0.000			0.001	0.000	0.000	
2001	416	0.780	14.614	-20.053	0.446	459	0.647	13.373	-16.879	0.405
		5.320	6.320	-5.940			4.960	5.210	-5.270	
		0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000	
2002	421	0.601	12.200	-14.068	0.516	475	0.597	8.836	-9.584	0.386
		6.420	7.340	-7.380			7.490	5.740	-5.270	
		0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000	
2003	430	0.541	9.251	-10.556	0.487	491	0.528	8.138	-9.650	0.376
		6.590	8.200	-8.140			6.410	5.620	-5.530	
		0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000	
2004	445	0.642	10.724	-13.721	0.554	498	0.515	12.314	-17.663	0.485
		8.410	9.920	-8.680			5.170	8.150	-7.460	
		0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000	
2005	463	0.763	7.414	-10.463	0.465	499	0.682	10.855	-15.525	0.471
		7.510	6.030	-6.170			4.450	7.510	-5.710	
		0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000	
2006	475	0.675	11.123	-13.882	0.520	496	0.550	10.906	-13.649	0.526
		8.330	11.670	-9.110			6.180	11.020	-6.850	
		0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000	
Average	3,022	0.733	12.050	-15.100	0.479	3,318	0.580	11.737	-14.516	0.427
		5.809	4.991	-4.879			8.465	5.525	-5.034	
		0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000	

(注)

- ・各年度の最上段が係数の推計値，中段がWhite(1980)のt値および最下段がp値である。
- ・分析期間の係数の推計値の平均については，Fama and MacBeth (1973)の検定を行っている。

図表 8 (3) 式の推計結果: 持続性モデル

$$\text{Log} \frac{X_{it}}{BV_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \text{Log} \frac{X_{it-1}}{\text{Sales}_{it-1}} + \beta_2 \text{Log} \frac{\text{Sales}_{it-1}}{\text{Asset}_{it-2}} + \beta_3 \text{Log} \frac{\text{Asset}_{it-2}}{BV_{it-2}} + \varepsilon_{it}$$

パネルA： 専業 vs. 多角化

専 業						多角化				
year	n	$\beta_1$	$\beta_2$	$\beta_3$	Adj.R <sup>2</sup>	n	$\beta_1$	$\beta_2$	$\beta_3$	Adj.R <sup>2</sup>
2000	273	0.559	0.651	0.583	0.421	412	0.422	0.478	0.512	0.289
		11.650	8.770	6.180			8.460	6.450	4.960	
		0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000	
2001	267	0.527	0.458	0.672	0.271	473	0.465	0.489	0.496	0.232
		6.550	3.950	5.620			10.820	6.660	6.340	
		0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000	
2002	288	0.546	0.601	0.557	0.282	467	0.510	0.370	0.601	0.191
		7.130	4.890	5.440			8.450	4.280	8.040	
		0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000	
2003	309	0.518	0.692	0.569	0.364	514	0.502	0.628	0.607	0.295
		8.900	8.600	6.140			11.180	8.260	9.910	
		0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000	
2004	401	0.497	0.552	0.618	0.409	632	0.390	0.562	0.657	0.367
		12.850	7.840	9.360			11.740	11.200	15.170	
		0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000	
2005	484	0.614	0.564	0.668	0.453	761	0.522	0.636	0.664	0.392
		15.270	9.290	13.050			14.060	10.600	13.010	
		0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000	
2006	482	0.631	0.708	0.640	0.498	774	0.639	0.644	0.780	0.476
		14.550	11.310	10.550			15.790	11.800	15.290	
		0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000	
Average	2,504	0.556	0.604	0.616	0.385	4,033	0.493	0.544	0.617	0.320
		11.172	6.880	13.101			6.127	5.289	6.350	
		0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000	

パネルB： 関連多角化 vs.非関連多角化

関連多角化						非関連多角化				
year	n	$\beta_1$	$\beta_2$	$\beta_3$	Adj.R <sup>2</sup>	n	$\beta_1$	$\beta_2$	$\beta_3$	Adj.R <sup>2</sup>
2000	212	0.529	0.698	0.664	0.427	200	0.339	0.285	0.401	0.188
		10.030	8.100	5.980			4.780	2.460	2.930	
		0.000	0.000	0.000			0.000	0.015	0.004	
2001	232	0.505	0.521	0.423	0.257	241	0.417	0.470	0.510	0.201
		8.270	4.340	3.080			6.710	5.110	5.800	
		0.000	0.000	0.002			0.000	0.000	0.000	
2002	224	0.536	0.329	0.636	0.274	243	0.478	0.396	0.606	0.148
		7.100	3.210	7.270			5.150	2.910	5.490	
		0.000	0.002	0.000			0.000	0.004	0.000	

2003	255	0.577	0.683	0.659	0.350	259	0.443	0.588	0.556	0.245
		8.480	6.090	7.260			7.290	5.370	6.640	
		0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000	
2004	314	0.426	0.542	0.817	0.454	318	0.354	0.567	0.523	0.301
		8.800	7.700	13.560			7.890	8.290	8.710	
		0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000	
2005	377	0.458	0.477	0.661	0.366	384	0.586	0.783	0.700	0.429
		9.430	5.810	8.220			10.960	9.680	11.310	
		0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000	
2006	390	0.634	0.687	0.777	0.458	384	0.650	0.612	0.771	0.493
		11.050	10.730	12.800			11.490	7.390	9.530	
							0.000	0.000	0.000	
Average	2,004	0.524	0.562	0.662	0.369	2,029	0.467	0.529	0.581	0.287
		7.488	4.113	5.270			4.041	3.269	4.680	
		0.000	0.000	0.000			0.000	0.000	0.000	

(注)

- ・各年度の最上段が係数の推計値，中段がWhite(1980)のt値および最下段がp値である。
- ・分析期間の係数の推計値の平均については，Fama and MacBeth (1973)の検定を行っている。

## 6 考 察

### 6-1 本研究の知見

以上の分析結果に基づいて、本研究の知見および課題等について考察を加えることとする。

これまでの分析を通じて得た、主な知見は次のとおりである。

#### (1) 仮説 1

- ① 専業企業と多角化企業の連結財務諸表の数値と、株価との統計的関連性は、多角化企業の方が低い。
- ② 関連多角化企業と非関連多角化企業の連結財務諸表の数値と、株価との統計的関連性は、非関連多角化企業の方が低い。
- ③ 図表 7 の結果をみると、連結財務諸表の価値関連性は、概ね、専業企業、関連多角化企業および非関連多角化企業の順に低下していく、ということを示している。

#### (2) 仮説 2

- ① 連結財務諸表項目の持続性は、専業企業よりも、多角化企業の方が低い。

- ② 連結財務諸表項目の持続性は、関連多角化企業よりも、非関連多角化企業の方が低い。
- ③ 図表8の結果を見ると、連結財務諸表の持続性は、専業企業と関連多角化企業に比べ、非関連多角化企業がとくに低い。

日本の連結企業集団には、事業構造が比較的単純なところもあれば、複雑多岐に渡るところもある。本研究の結果は、事業構造が単純であるほど連結財務諸表の有用性は高く、一方、事業構造が複雑多岐に渡るほど、連結財務諸表の有用性は低くなっていくという、当初の推論を概ね裏付けるものとなった。

連結企業集団のうち、とくに連結財務諸表の有用性が低いのは非関連多角化企業であるが、図表6に示されているとおり、非関連多角化企業は、日本市場において最も大規模企業であり、日本市場を代表する企業群であるといえる。大規模かつ事業構造が複雑な非関連多角化企業は、近年、複数の研究によって、コングロマリット・ディスカウントあるいは多角化ディスカウントと称される状況、すなわち専業企業や関連多角化企業に比して、株価が割引かれている現象が観察されている<sup>(6)</sup>。

コングロマリット・ディスカウントの原因の一端は、事業構造が複雑であるために、投資家の立場から見て理解が難しく、保守的な評価を下すことにあるといわれている。本研究の結果は、多角化企業、とくに非関連多角化企業がかかる状況に陥りやすいことを示している。

たしかに、専業企業に比して、多角化企業の連結財務諸表が理解し難いことは社会的に認識されており、すでにセグメント情報の開示が制度化されて久しい<sup>(7)</sup>。しかしながら、セグメント情報は、基準の質を高めたとしても、本質的に、各企業の開示姿勢に依存するものであり、情報内容も限られているため、連結財務諸表の有用性の低い企業群が、制度上のセグメント情報開示のみによって補完されることは難しいであろう<sup>(8)</sup>。

日本市場が国際化し、今後、海外資本による買収の危機も高まっていくと思われる中、連結財務諸表の有用性が低く、コングロマリット・ディスカウントに陥っている企業は、自社の経営状況を積極的に伝えていく姿勢をとっていくことが重要であると考える。

## 6-2 本研究の課題

本研究の分析を通じて、専業企業に比して多角化企業の連結財務諸表の有用性が低いことは明らかになったが、前述のとおり、本研究の基本サンプルの約60%は多角化企業が占めている。

多角化企業に関して、とくに機関投資家やアナリスト等の専門的利用者は、連結財務諸表の内容の理解を高めるため、セグメント情報等の補足的情報を総合的、複合的に利用しているといわれているが、先行研究のサーベイによって確認したように、そのメカニズムはほとんど明らかになっていない。

大量のセグメントデータを用いた定量的分析を通じて、厳密に、そのメカニズムを明らかにする努力が行われてきているが、セグメント情報の開示に関しては、制度上の開示以外に自発的に行われている部分も大きな役割を果たしているため、制度開示されているデータの分析によって、連結財務諸表とセグメント情報等の補足的情報の利用メカニズムを明らかにしていくことには困難な面があるといえる。それよりも、機関投資家やアナリスト等の専門的利用者の行動自体を直接観察し、両情報が総合的、複合的に利用されているメカニズムを質的に明らかにすることも有効な手段の1つであると考え。とくに、非関連多角化企業に関し、セグメント情報等の補足的情報がどのような役割を果たしているかを明らかにすることは重要である。

これらについては、今後の課題とする。

### [注]

- (1) FASB (Financial Accounting Standards Board: 米国財務会計基準審議会) の諸概念ステートメント第2号『会計情報の質的特徴』では、意思決定有用性の下位概念として、目的適合性 (relevance) と信頼性 (reliability) を並列に位置づけている。

Barth et al. (2001) によれば、「目的適合性 (relevance)」と「価値関連性 (value relevance)」とは別の概念であり、価値関連性の検証は、目的適合性と信頼性双方を同時検証するものである、と述べている。この点でいえば、価値関連性の検証は、財務諸表の有用性を検証することと同義のこととして捉えることができる。

- (2) また、Peter and Guochang (2003) は、セグメント情報を、連結財務

諸表の「代替情報」ではなく、「増分情報」として捉えるモデルを構築し、利益率や成長率が異なる複数の事業を有する企業ほど、セグメント情報が増分情報となることを実証している。

- (3) 専業企業と多角化企業の連結財務諸表を、線形および非線形関係として捉える考え方については、Peter and Guochang (2003) の理論モデルに従っている。
- (4) 基本モデルの考え方は、Graham et al. (2003) に基づいている。
- (5) 日本標準産業分類について、詳しくは、次を参照されたい。  
総務省ホームページ (<http://www.stat.go.jp/index/seido/sangyo/>)
- (6) たとえば、日本企業に関する研究として、平元 (2002) および中野誠・他 (2002; 2004) などがある。また、井上・野間 (2007) は、多角化戦略採用によって、資本コストが高まることを実証している。
- (7) ASBJ (企業会計基準委員会) は、現在、日本のセグメント情報開示基準を、米国基準に合わせる方向で改訂作業を進めている。この点について、詳しくは、高津 (2007) を参照のこと。
- (8) 高田橋 (2007) は、連結財務諸表が理解にくい事例を取り上げ、制度的に開示されているセグメント情報では、理解の助けにならないことを具体的に説明している。

#### [参考文献]

- Barth, M. E., W. H. Beaver and W. R. Landsman (2001), "Relevance of the Value Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting: Another View," *Journal of Accounting and Economics* 31: 77-107.
- Collins, D. W., M. Pincus and H. Xie (1999), "Equity Valuation and Negative Earnings: The Role of Book Value of Equity," *Accounting Review* 74 (1): 29.
- Fama, E. F. and J. D. MacBeth (1973), "Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests," *Journal of Political Economy* 81: 607-636.
- Financial Accounting Standards Board (1980), *Statement of Financial Accounting Concepts No.2, Qualitative Characteristics of Accounting Information*, FASB. (平松一夫・広瀬義州訳 (2002) 『FASB財務会計の諸概念〔増補版〕』中央経済社。)
- Graham, R. C., R. D. King, and C. K. J. Morill (2003), "Decision usefulness of alternative joint venture reporting methods," *Accounting Horizons* 17 (3): 123-137.

Ohlson, J. A. (1995), "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research* 11 (2): 661-687.

Peter, F. C. and Z. Guochang (2003), "Heterogeneous Investment Opportunities in Multiple-Segment Firms and the Incremental Value Relevance of Segment Accounting Data," *Accounting Review* 78 (2): 397-428.

White, H. (1980), "A Heteroskedasticity-Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity," *Econometrica* 48 (4): 817-838.

浅野敬志 (2006)、「Proprietary costとセグメント情報の有用性」、『会計』169 (5): 707-722.

浅野敬志・石井康彦 (2005)、「事業区分方法の選択とセグメント情報の有用性」、『会計』168 (5): 704-718.

石川博行 (2000)、『連結会計情報と株価形成』、千倉書房: 193-239.

井上剛・野間幹晴 (2007)、「多角化戦略と株主資本コスト——事業の関連性と組織構造——」、『証券アナリストジャーナル』45 (10): 84-97.

井上達男 (1997)、「会計数値に基づく企業価値の実証研究——東証一部上場3月決算企業を対象として——」、『会計』156 (6): 878-890.

薄井彰 (2007)、「企業の国際事業展開と利益の価値関連性」、『国際会計研究学会年報 2006年度』: 61-74.

大日方隆 (2005)、「セグメント情報のValue Relevance——鉄道業のケース——」、『経済学論集』71 (2): 2-57.

高津知之 (2007)、「公開草案『セグメント情報等の開示に関する会計基準 (案) 及び適用指針 (案)』について (前編、後編)」、『週刊経営財務』2839、2840: 29-34、34-38.

高田橋範充 (2007)、「連結財務諸表は企業の実態を表わしているか——ますますむずかしくなる会計情報による企業グループの比較——」、『金融財政事情』58 (7): 30-35.

中野誠・久保直也・吉村行充 (2002)、「多角化企業の財務構造とバリュエーション」、『証券アナリストジャーナル』40 (12): 76-91.

中野誠・吉村行充 (2004)、「多角化企業のバリュエーション」、『証券アナリストジャーナル』42 (1): 80-93.

平元達也 (2002)、「事業の多角化と企業価値」、『現代ファイナンス』12: 31-55.

向伊知郎 (2006)、「連結財務情報の有用性——目的適合性と信頼性——」、『会計』

170 (3) : 339-348.

矢内一利 (2006)、「連結財務諸表の情報の優位性に関する分析」、辻正雄編著『「会計ビッグバン」の意義と評価——実証分析によるアプローチ——』、早稲田大学産業経営研究所：39-59.

山形武裕・國村道雄 (2003)、「わが国の会計ビッグバン期における連結情報の株価関連性の変化」、『現代ディスクロージャー研究』4：21-32.

山地範明 (2000)、『連結会計の生成と発展〔増補改訂版〕』、中央経済社：283-297.